

# 电力电气设备

## 光伏平价转折点的四问四答：需求旺盛行业进入成长轨道

### 观点聚焦

#### 投资建议

下游需求强劲叠加硅料供给收缩带来产业链提价，我们梳理光伏历史涨价情况以及近期各环节的毛差竞争，尝试回答关于需求影响、利润分配等问题。

#### 理由

**问题一：组件价格上涨，下半年需求是否会递延？**我们认为竞价项目回报率稳健，延期以补贴下降博弈组件降价困难，对下半年需求形成支撑。由于组件企业 3 季度长单为主（1.4-1.5 元/瓦），即使按 50% 现货（1.7 元/瓦）配比，均价也仅上涨 0.1 元/瓦到 1.5-1.6 元/瓦。尽管部分户用项目受现货价格压制有所延迟，但我们测算下半年国内需求主力 26 吉瓦竞价项目在 3.5 元/瓦造价下（组件按上涨后的 1.6 元/瓦），13 个今年竞价省区权益 IRR 均在 8% 以上。而如果延迟 1 个季度并网将使得电价补贴降低 0.01 元/度，我们测算需要组件价格下降 0.08 元/瓦才可以使得回报率持平，对应上游硅料价格需下行 30 元/千克，在硅料高位企稳下难实现，竞价项目延期有困难，国企业主在投资指标考核下有望如期推进项目落地。

**问题二：本轮涨价是否可持续？**硅料 15 个月新产能空窗支持价格高位企稳，组件传导略有迟滞但最终可以使得硅料成本占比回归中枢。我们回溯几个环节的历史价格变化，其中硅料、玻璃的价格均出现过长达 1 个季度以上的反弹。两次反弹后硅料价格在高位企稳时间长达 13-25 周（半年），显示出硅料产能投放周期长、价格反弹更有持续性的特点。本轮硅料价格上涨主要受需求旺盛推动，在 4Q21 新产能投放前供需持续偏紧，我们认为硅料价格有望维持高位。而随着长单逐步消化，我们认为组件将会逐步传导价格上涨，硅料成本相当于组件价格的比例也将回归 12% 中枢。

**问题三：如果价格高位企稳，明年还能平价么？**我们认为平价项目回报有支撑，1.7 元/瓦是市场主流可接受组件价格水平。按今年竞价项目 1.9 元/瓦 BOS 及建造成本，以及 1.6 元/瓦的组件价格，我们测算全国有 27 个省区光伏平价项目权益 IRR 在 7% 以上，22 个省区在 8% 以上；其中 18 个省区基本覆盖今年 33GW 平价项目，另外 4 个省区获得 9.7 吉瓦竞价项目，印证项目回报水平。即使组件价格上涨上探 1.7 元/瓦，仍有 26 个省区在 7% 以上，明年平价需求获得支撑。随着大尺寸电池组件的应用，产业链成本进一步下降，平价项目回报还将进一步改善。

**问题四：本轮涨价谁会更受益？**我们认为产业链整体都受益于盈利改善，在不影响需求情况下回归合理回报。7 月底以来光伏玻璃受益供不应求价格已回升 8%。硅料毛差伴随价格回升，也从 0.03 元/瓦恢复到 0.13 元/瓦，毛利率重回 50% 水平，每瓦净利从 5 月末的 1 分，快速回升至每瓦约 1 毛，使得硅料环节投资回报水平回归正常。中游的硅片、电池则通过轮番调价毛差均有回升。组件端毛差绝对额也回到 0.14 元/瓦。

#### 盈利预测与估值

我们认为进入平价时代，光伏回报率摆脱补贴影响，在产业链提升效率降成本的辅助下，回报率有望持续提升，催生新装机。在需求旺盛的时段，有价格上涨的可能性。我们认为行业整体产值有望趋势向上，带来产业链整体估值方式的变化。看好信义光能、福莱特、福斯特、大全新能源，通威股份，隆基股份，阳光电源。

#### 风险

海外光伏需求不及预期。

#### 刘俊

分析员

SAC 执证编号：S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

jun3.liu@cicc.com.cn

#### 刘佳妮

分析员

SAC 执证编号：S0080520070002

SFC CE Ref: BNJ556

jiani.liu@cicc.com.cn

#### 王嵩

联系人

SAC 执证编号：S0080117120052

SFC CE Ref: BLE051

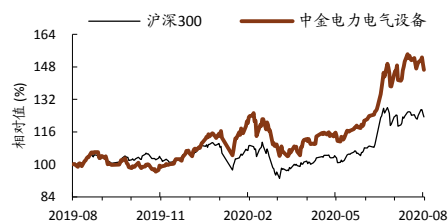
song.wang@cicc.com.cn

#### 苗雨菲

联系人

SAC 执证编号：S0080120070037

yufei.miao@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2020E	2021E
通威股份-A	跑赢行业	32.21	24.1	18.9
福斯特-A	跑赢行业	77.16	44.6	36.8
福莱特-A	跑赢行业	30.34	39.1	22.1
阳光电源-A	跑赢行业	24.00	24.1	20.9
隆基股份-A	跑赢行业	58.30	32.3	26.4
中环股份-A	跑赢行业	36.32	40.6	27.0
信义光能-H	跑赢行业	12.43	21.7	14.9
福莱特玻璃-H	跑赢行业	17.08	17.0	9.6
大全新能源-US	跑赢行业	128.00	11.2	7.8
中金一级行业				工业

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



## 问题一：组件价格上涨，下半年需求是否会递延？

7月底以来组件现货价格反弹了0.25元/瓦到1.7元/瓦，市场担心组件价格过高会抑制下游需求。我们认为长单影响下实质价格上涨0.1元/瓦到1.5-1.6元/瓦区间，业主端压力可控。尽管部分户用项目受现货价格压制有所延迟，但我们测算下半年国内需求主力竞价项目在3.5元/瓦造价（其中组件按上涨后的1.6元/瓦价格），可保障13个主力竞价项目省区权益IRR在8%以上。国企业主在投资指标考核下有望如期推进项目落地。

### 现货价上涨压制部分户用需求，长单对冲地面项目组件价格实质涨幅有限

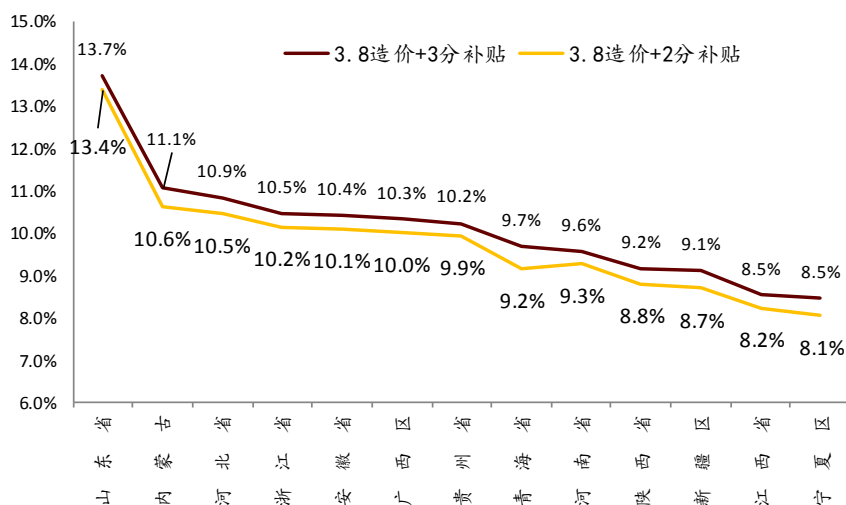
7月底以来虽然组件现货价格反弹了0.25元/瓦到1.7元/瓦，但从行业渠道了解到，组件企业3季度出货一半以上是前期的低价长单（在1.4-1.5元/瓦水平），即使按50%出货以现货1.7元/瓦测算，综合组件价格也仅上涨约0.1元/瓦至1.5-1.6元/瓦区间。同时受到上半年海外需求部分递延到下半年影响，下半年仍将有50%以上产品发往海外且执行此前的订单价格，因此我们认为实质组件价格的上涨幅度有限。

### 竞价项目回报率稳健，延期补贴下降博弈组件降价难度大，对下半年需求形成支撑

我们测算竞价项目按3.5元/瓦造价（其中组件假设1.6元/瓦，BOS和建造合计1.9元/瓦），按当地2019年平均利用小时以及3分/度的平均竞价补贴测算，当前有28个省区权益IRR在7%以上，16个省区在10%以上。除项目规模不大的上海、重庆外，今年13个有竞价项目的省区权益IRR均在8%以上。

对于2020年竞价项目，延迟1个季度并网将使得电价补贴降低0.01元/度，在1200利用小时基准下，我们测算需要组件价格下降0.08元/瓦才可以使得回报率持平，对应上游硅料价格需下行30元/千克。而本轮硅料涨价有望在未来15个月的无新产能窗口期高位企稳，硅料价格如果出现30元/千克的下调难度较大。因此我们认为竞价项目通过延迟并网换取组件价格下降的难度较大，明年1季度组件价格能否给出足以抵消竞价补贴下行影响存疑，今年下半年竞价项目递延可能性较低，对下半年需求形成支撑。

图表1：有竞价项目省区项目回报测算（当下）



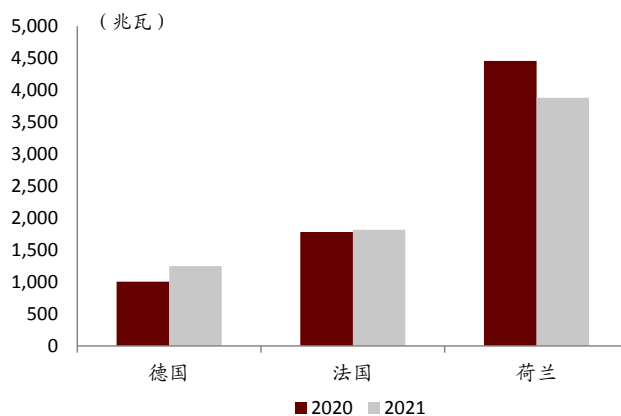
资料来源：中电联，Solarzoom，公司公告，中金公司研究部

海外主流市场需求有支撑。美国 ITC 抢装意愿强，Woodmac 统计截至 2020 年一季度，美国有 12.5 吉瓦在建地面光伏电站项目，预计于 2020 年起并网，以及 38.5 吉瓦已锁定电价合



同的开发中项目和 64.6 吉瓦还未锁定合同的早期项目。欧洲德国、法国、荷兰市场有 7.5GW 项目按招标要求必须于 2020 年内并网，也将对于海外需求形成支撑。

图表 2：欧洲部分国家光伏招标项目储备中以 2020/21 为最后并网年限的容量估算



资料来源：各国能源主管部门网站，中金公司研究部



## 问题二：本轮涨价会持续多久

**硅料、玻璃反弹相对更有持续性，中下游价格博弈焦灼传导有延迟**

我们重申本轮硅料涨价在供需格局支撑下具有持续性。主要考虑新产能4Q21年才会投放，而二线高成本停产产能由于团队解散、设备出售，已不具备重启能力，未来15个月供给端几乎没有增量，而需求端在国内海外平价项目以及海外递延项目的推动下，有望呈现加速增长，支撑硅料价格保持高位。

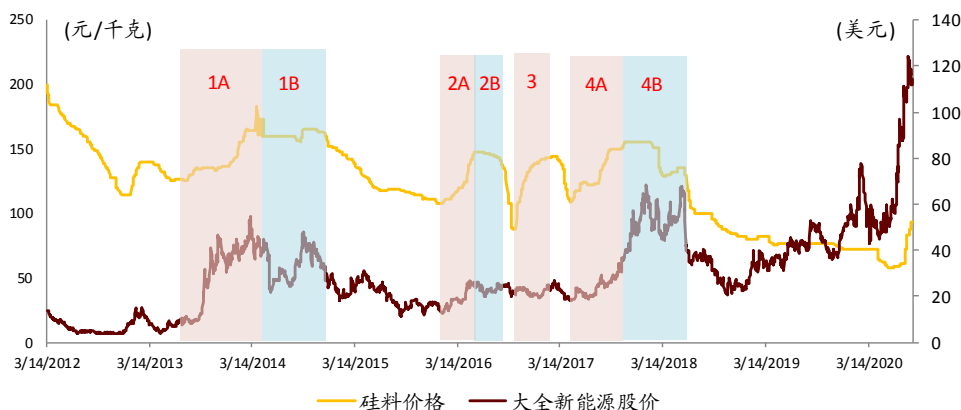
此外回溯几个环节的价格变化，可以看到硅料、玻璃的价格均出现过长达1个季度以上的反弹，主要由于上游扩产周期漫长，价格反弹周期更具有韧性。

► **硅料价格反弹具备持续性：**2011年后，光伏硅料基本实现国产化，价格进入200元/千克以下区间。此后硅料经历4轮明显反弹，基本都是由于短期需求快速提升，而供给端在前期降价过程中关停检修，导致价格反弹。我们梳理发现，4个反弹历程中硅料分别用了38、18、20、27周的时间回升了32%、37%、64%、43%。此外在第（1）、第（2）和第（4）波价格反弹后，我们看到硅料价格在高位企稳时间分别为25周（半年）、7周和13周（一个季度），显示出硅料产能投放周期长、价格反弹更有持续性的特点。

- （1）2013年中到2014年中，伴随硅料价格反弹38周反弹32%，大全新能源股价从低位上涨703%最高达55美元。
- （2）2015年末到2016年中，伴随硅料价格反弹18周反弹37%，大全新能源股价从低位上涨117%最高达27美元。
- （3）2016年下半年；伴随硅料价格反弹20周反弹64%，大全新能源股价从低位上涨40%最高达27美元。
- （4）2017年年中。伴随硅料价格反弹27周反弹43%，大全新能源股价从低位上涨273%最高达68美元。

反观本轮硅料价格调整，目前在6周时间内，硅料价格已经回升了66%，考虑新产能投放还有1年左右时间，二线产能可提高的利用率有限，因此我们认为硅料价格本轮上涨后有望保持高位企稳至明年4季度。

图表3：硅料价格与大全新能源股价历史表现对比



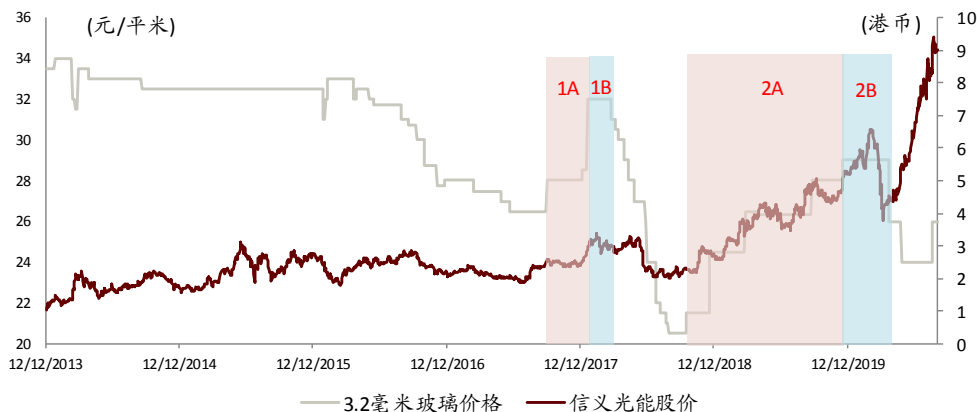
资料来源：Solarzoom，公司公告，万得资讯，中金公司研究部

► **玻璃龙头把握扩产节奏，定价联盟支撑价格相对平稳。**回看光伏玻璃价格走势，在2013年中至2016年中的3年时间里，光伏玻璃价格几乎维持在32-33元/平米水平，显示出双龙头控制扩产节奏和供给平衡的能力。其后虽然经历531政策带来需求波动导致



的价格快速下降，行业仍然通过产能冷修的方式，平衡了供需结构，从2018年11月开始直到2020年4月、超过一年的涨价周期。因此我们可以看到光伏玻璃同样具备新产能投放较慢的特点，且龙头有能力调节供应。而历史两轮玻璃涨价周期中，信义光能股价也分别伴随上涨43%和205%。

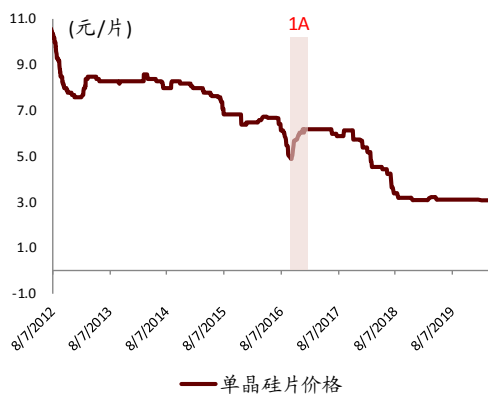
图表4：光伏玻璃价格与信义光能股价历史表现



资料来源：Solarzoom，公司公告，万得资讯，中金公司研究部

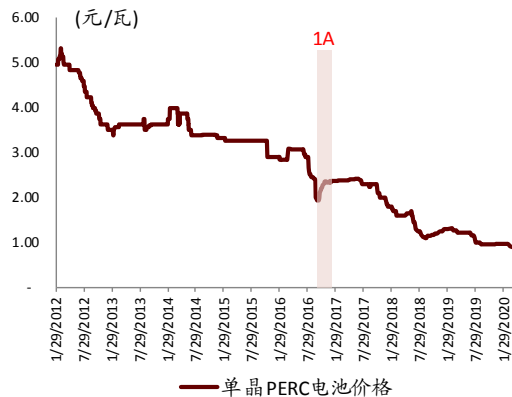
- **硅片、电池竞争传导，组件传导有一定延迟但最终保持硅成本比例相对稳定：**我们回溯2016年10-12月期间的价格上涨，当时伴随需求推动硅料价格上涨38%，硅片和电池环节竞争传导价格变动，最终由于单晶硅片更优的供需结构，实现传导涨价23%，电池则涨价19%。而组件端跟随反弹7%，进展慢于上游可能受到长单锁定价格的影响。但如果放在整个产业链价格变动的长周期来看，每瓦硅耗从5下降到3的过程，叠加硅料、组件价格的变动，使得硅成本在组件价格中的比例保持在了12%中枢附近。

图表5：单晶硅片价格历史回顾



资料来源：Solarzoom，公司公告，中金公司研究部

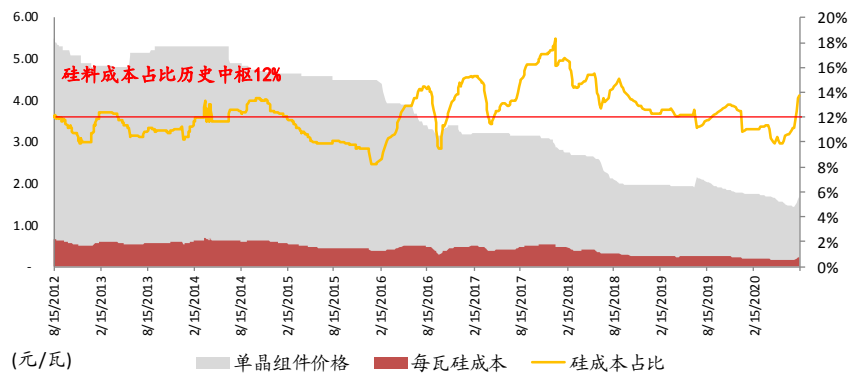
图表6：单晶电池价格历史回顾



资料来源：Solarzoom，公司公告，中金公司研究部



图表 7: 组件价格基本持续下降, 但硅料成本占比持续回归中枢



资料来源: Solarzoom, 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

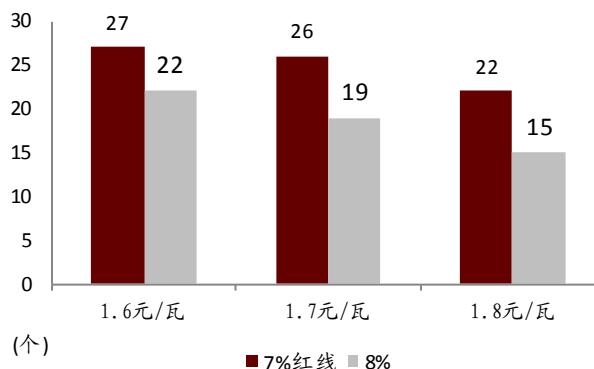




## 问题三：如果价格高位企稳到明年，需求会有压力么？

以 7% 的 IRR 作为红线，多数省区平价项目仍可以接受当前组件价格上涨。以 2019 年各省平均的光伏利用小时水平以及火电标杆电价，考虑与今年竞价项目相同的 1.9 元/瓦 BOS 及建造成本（即不考虑成本下降的情况下），以及 1.6 元/瓦的组件价格，我们测算全国有 27 个省区光伏平价项目权益 IRR 在 7% 以上，22 个省区在 8% 以上。其中 18 个省区基本覆盖今年 33GW 平价项目，另外 4 个省区获得 9.7 吉瓦竞价项目，印证项目回报水平。而即使悲观情形下组件价格上升 0.2 元/瓦到 1.8 元/瓦后，仍有 22 省区在 7% 以上。

图表 8：组件价格进一步上行对于 IRR 红线 7% 的影响



资料来源：Solarzoom，公司公告，中金公司研究部

图表 9：2020 光伏平价项目概览

序号	省（区、市）	2020		2019	
		项目个数	装机容量（兆瓦）	项目个数	装机容量（兆瓦）
1	天津	8	690		
2	河北	24	2,753	11	1,310
3	山西	1	600	8	1,000
4	辽宁	41	2,141	47	1,190
5	吉林	11	405		
6	黑龙江	11	1,100	8	1,650
7	江苏	5	353	6	1,090
8	安徽	34	1,864	6	670
9	江西	1	500		
10	山东	534	1,939	7	910
11	河南	54	710	4	270
12	湖北	49	3,504	5	340
13	湖南	25	1,320		
14	广东	127	10,893	27	2,380
15	陕西	15	1,599	23	2,040
16	甘肃	28	1,080		
17	青海	18	1,200		
18	宁夏	1	200		
19	新疆生产建设兵团	2	200		
20	广西			16	1,930
合计		989	33,051	168	14,780

资料来源：能源局，中金公司研究部



## 问题四：本轮涨价谁受益？产业链整体受益回归合理回报

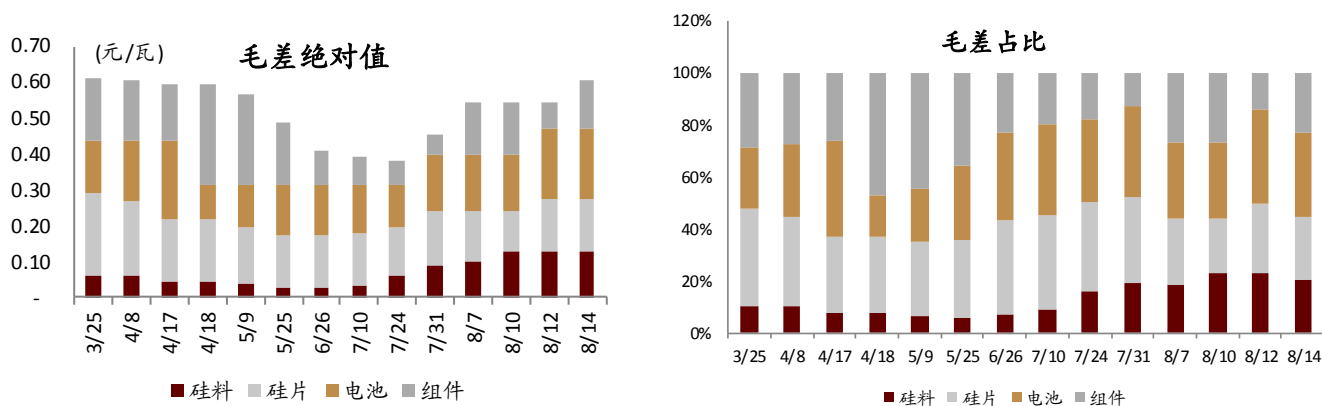
### 毛差普遍改善，产业链回报回归合理

单晶硅片今年二季度经历了第一次由于供过于求而引发的降价周期（2013-2018 单晶硅片降价周期主要受非硅成本下降而龙头主动调价推动），近期大尺寸产品如 M6 的短期供需不平衡则支撑了本轮对于硅料涨价的传导，累计涨幅达到 23%；而意图传导硅片成本压力，电池环节本轮也已累计上涨 21%。而由于长单锁定 3 季度价格，当前组件反弹幅度相对落后，本轮目前仅累计反弹 8%。

我们回溯今年以来价格变化，由于各环节的供需结构表现不同，产业链的毛差出现重新分配，但整体趋于改善：

- ✓ **硅料毛差回升。**我们测算 5 月以来硅料价格回升，硅料的毛差从 3 分/瓦恢复到 1 毛 3/瓦，毛利率重回 50% 水平，每瓦净利从 5 月末的 1 分，快速回升至每瓦约 1 毛的净利；
- ✓ **硅片电池轮番调价竞争毛差。**我们测算（在 G1、M6 分别 68 片/千克、63 片/千克的出片数假设下），硅片的毛差在硅料价格变动以及硅片调整的时滞下，G1 硅片毛差在 0.11 元/瓦-0.15 元/瓦波动，M6 硅片毛差在 0.12-0.15 元/瓦波动。而由于电池价格调整与硅片的偏差，G1 的电池毛差在 0.07-0.14 元/瓦波动，而 M6 的电池毛差则是在 0.12-0.20 元/瓦波动。
- ✓ **组件环节毛利受价格传导滞后影响。**我们测算以行业成本最节约的 0.5 元/瓦的封装成本下，组件单环节的毛利率在 4%-10% 的波动，我们认为组件环节毛利率将在长单逐步消化、成本逐步传导后实现修复。

图表 10: 2020 年以来产业链价格波动带来毛差竞争（左图绝对值）以及毛差重新分配（右图比例）

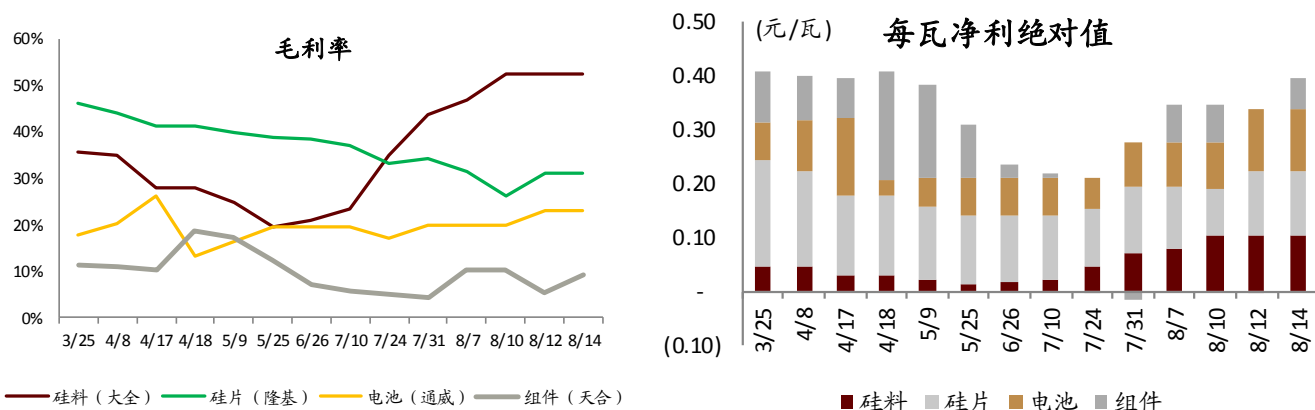


资料来源：Solarzoom，公司公告，中金公司研究部





图表 11: 2020 年以来产业链价格波动带来毛利率竞争（左图）以及净利重新分配（右图）



资料来源: Solarzoom, 公司公告, 中金公司研究部

### 平价时代光伏新逻辑：需求有韧性，产品价格止跌，行业产值趋势向上

占全球需求约 1/3 的中国市场在 2020 年下半年已步入平价时代，而海外发达市场多数已于 2018 年 531 后达成平价。因此我们预计光伏行业整体逻辑将发生改变：

- ✓ **需求更具韧性：**摆脱补贴政策影响后，光伏项目的回报率完全由造价和上网电价决定。而光伏产业链通过提升效率、技术迭代产生的成本下降仍将继续降低项目综合造价，有望使得项目开发的回报率水平可持续提升，不断形成新需求。
- ✓ **产品价格止跌：**补贴终结后，光伏项目上网电价趋于稳定。此前由于补贴电价退坡挤压项目回报率，从而导致的产业链被动降价将较难重现。随着各环节龙头集中度的进一步提升，我们预计产能格局将会转好，产品价格有望止跌。在需求旺盛的时段，有价格上涨的可能性。
- ✓ **行业产值趋势向上：**光伏过去由于产品价格的大幅下降，即便需求保持高速增长，行业整体产值持续承压。我们认为进入平价时代后，随着价格止跌、部分时段反弹，叠加需求可持续的增长，有望带来行业产值的趋势向上，从而带来产业链整体估值方式的变化。



图表 12：可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值(百 万美元)	财报货币	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)		EV/EBITDA	
						2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
大全新能源*	DQ.US	USD	125.19	1,740	USD	59.6	11.2	7.8	3.1	2.5	1.9	5.4	25.3	20.9	6.3
新特能源	01799.HK	HKD	4.34	585	CNY	11.1	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	11.6	n.a.
<b>平均值</b>				<b>1,084</b>		<b>29.5</b>	<b>7.3</b>	<b>7.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>3.6</b>	<b>16.6</b>	<b>13.6</b>	<b>6.5</b>
隆基股份*	601012.SH	CNY	51.42	28,027	CNY	36.7	32.3	26.4	7.0	5.9	4.9	24.0	19.9	22.1	19.6
中环股份*	002129.SZ	CNY	22.81	9,997	CNY	70.3	40.6	27.0	4.5	4.1	3.6	6.6	10.5	16.8	13.8
京运通	601908.SH	CNY	4.82	1,388	CNY	28.1	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	5.1	n.a.	10.8	n.a.
晶盛机电	300316.SZ	CNY	23.61	4,382	CNY	47.5	33.5	26.6	6.5	5.7	4.9	14.5	17.3	24.9	26.1
<b>平均值</b>				<b>10,948</b>		<b>45.7</b>	<b>35.5</b>	<b>26.7</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>12.6</b>	<b>15.9</b>	<b>18.6</b>	<b>19.9</b>
通威股份*	600438.SH	CNY	22.14	13,718	CNY	32.6	24.1	18.9	4.9	4.7	4.0	16.3	20.6	18.1	14.5
爱康科技	002610.SZ	CNY	2.30	1,492	CNY	n.a.	115.0	25.6	2.5	1.9	1.9	-32.3	-39.2	25.2	n.a.
<b>平均值</b>				<b>7,605</b>		<b>32.6</b>	<b>69.5</b>	<b>22.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-9.3</b>	<b>21.6</b>	<b>14.5</b>
阿特斯*	CSIQ.US	USD	26.59	1,570	USD	9.4	5.3	4.7	1.2	0.9	0.8	13.1	19.6	7.7	4.8
晶科能源*	JKS.US	USD	22.58	1,003	CNY	7.6	6.0	4.8	0.7	0.7	0.6	10.5	13.0	5.3	3.8
昱辉阳光	SOL.US	USD	1.81	87	USD	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	-8.8	-0.0	24.8	20.5
晶澳科技	002459.SZ	CNY	20.84	4,071	CNY	10.3	19.9	15.2	3.2	3.0	2.5	40.0	15.1	6.0	10.5
天合光能	688599.SH	CNY	16.18	4,836	CNY	44.9	n.a.	n.a.	2.4	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	n.a.
东方日升	300118.SZ	CNY	15.70	2,045	CNY	16.3	13.8	11.3	1.6	1.5	1.4	10.4	11.0	12.2	12.5
拓日新能	002218.SZ	CNY	3.98	711	CNY	34.9	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	4.8	n.a.	13.7	n.a.
中来股份	300393.SZ	CNY	7.64	859	CNY	24.9	16.6	10.5	1.6	n.a.	n.a.	6.2	9.3	11.0	n.a.
SUNPOWER CORP-CLASS A	SPWR.A.US	USD	n.a.	n.a.	USD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10.2	n.a.	n.a.
<b>平均值</b>				<b>1,898</b>		<b>21.2</b>	<b>12.3</b>	<b>9.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>10.2</b>	<b>8.2</b>	<b>11.5</b>	<b>10.4</b>
阳光电源*	300274.SZ	CNY	19.30	4,061	CNY	31.5	24.1	20.9	3.3	2.9	2.6	11.0	12.8	18.9	13.2
锦浪科技	300763.SZ	CNY	96.88	1,935	CNY	97.5	49.9	32.2	15.2	11.3	8.3	20.8	24.3	19.9	38.4
ENPHASE ENERGY	ENPH.US	USD	75.49	9,512	USD	76.9	51.5	38.9	25.7	15.0	10.2	69.5	39.7	25.0	38.4
SOLAREDGE TECHNOLOGIES	SEDG.US	USD	220.71	11,062	USD	58.9	49.1	38.4	12.0	9.4	7.3	21.7	23.0	16.4	34.3
<b>平均值</b>				<b>6,642</b>		<b>66.2</b>	<b>43.7</b>	<b>32.6</b>	<b>14.0</b>	<b>9.6</b>	<b>7.1</b>	<b>30.7</b>	<b>24.9</b>	<b>20.0</b>	<b>31.1</b>
帝科股份	300842.SZ	CNY	72.90	1,053	CNY	77.6	70.8	45.1	13.6	8.2	7.1	19.2	12.3	n.a.	n.a.
回天新材	300041.SZ	CNY	13.95	858	CNY	31.1	26.0	20.3	3.2	3.3	3.0	10.6	12.6	18.1	19.4
清源股份	603628.SH	CNY	8.70	344	CNY	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	-5.8	n.a.	30.9	n.a.
<b>平均值</b>				<b>752</b>		<b>54.3</b>	<b>48.4</b>	<b>32.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.7</b>	<b>5.1</b>	<b>8.0</b>	<b>12.4</b>	<b>24.5</b>	<b>19.4</b>
福斯特*	603806.SH	CNY	67.32	7,486	CNY	36.8	44.6	36.8	5.4	7.0	6.1	15.8	16.7	28.5	34.8
上海天洋	603330.SH	CNY	26.50	585	CNY	255.2	n.a.	n.a.	6.6	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	23.8	n.a.
<b>平均值</b>				<b>4,036</b>		<b>146.0</b>	<b>44.6</b>	<b>36.8</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.1</b>	<b>9.2</b>	<b>16.7</b>	<b>26.1</b>	<b>34.8</b>
信义光能*	00968.HK	HKD	8.85	9,322	HKD	29.5	21.7	14.9	5.1	4.3	3.7	19.8	21.5	19.3	14.8
福莱特-H*	06865.HK	HKD	10.92	5,477	CNY	26.6	17.0	9.6	4.2	3.4	2.6	17.5	22.1	20.4	10.7
彩虹新能源	00438.HK	HKD	0.98	282	CNY	21.8	n.a.	n.a.	8.1	n.a.	n.a.	43.6	n.a.	n.a.	n.a.
福莱特-A*	601865.SH	CNY	22.35	5,478	CNY	60.8	39.1	22.1	9.7	7.8	6.0	17.5	22.1	46.3	24.4
南玻 A	000012.SZ	CNY	6.05	2,049	CNY	34.4	26.3	21.1	2.0	1.9	1.7	5.5	8.1	6.8	7.3
安彩高科	600207.SH	CNY	5.16	643	CNY	67.3	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	43.7	n.a.
亚玛顿	002623.SZ	CNY	34.74	803	CNY	n.a.	85.8	65.5	2.6	2.6	2.4	-2.9	3.8	33.1	20.5
<b>平均值</b>				<b>3,437</b>		<b>40.1</b>	<b>38.0</b>	<b>26.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>	<b>3.3</b>	<b>15.0</b>	<b>15.5</b>	<b>28.3</b>	<b>15.5</b>
SUNRUN	RUN.US	USD	48.14	5,930	USD	n.a.	104.6	46.7	6.6	7.4	8.6	-0.0	11.3	n.a.	812.0
信义能源*	03868.HK	HKD	2.68	2,334	HKD	20.3	16.9	13.7	1.8	1.8	1.9	10.8	10.6	12.4	9.1
协鑫新能	00451.HK	HKD	0.16	391	CNY	5.9	7.1	7.1	0.3	0.4	0.4	5.5	4.7	8.0	8.5
林洋能源*	601222.SH	CNY	6.83	1,726	CNY	17.1	11.5	8.7	1.2	1.1	1.0	6.9	9.7	10.6	9.0
正泰电器	601877.SH	CNY	31.50	9,787	CNY	19.0	15.6	13.7	2.8	2.5	2.2	15.4	16.0	12.4	12.6
晶科科技	601778.SH	CNY	7.43	2,970	CNY	18.5	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	n.a.	13.7	n.a.	n.a.	n.a.
太阳能	000591.SZ	CNY	4.54	1,974	CNY	14.5	12.6	10.6	1.0	n.a.	n.a.	7.1	n.a.	9.7	n.a.
<b>平均值</b>				<b>3,588</b>		<b>15.9</b>	<b>28.1</b>	<b>16.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>8.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.6</b>	<b>170.3</b>

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

A 股收盘于北京时间 2020-08-20；港股收盘于北京时间 2020-08-20；美股收盘于北京时间 2020-08-19

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：福莱特玻璃-H。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V190624  
编辑：樊荣



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

